

实力文化(836653)
民营电视节目制作机构
品牌优势带来高增长
基本数据

| 2016年8月17日 | |
|------------|----------|
| 收盘价(元) | 26.77 |
| 总股本(万股) | 3,240.00 |
| 流通股本(万股) | 155.00 |
| 总市值(亿元) | 8.67 |
| 每股净资产(元) | 2.81 |
| PB(倍) | 9.54 |

财务指标

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5.20 | 73.13 | 142.58 | 238.99 | 302.79 |
| 净利润(百万元) | -4.75 | 33.02 | 64.87 | 108.63 | 136.79 |
| 毛利率 | 66.0% | 70.8% | 71.8% | 72.8% | 72.8% |
| 净利率 | -91.3% | 45.2% | 45.5% | 45.5% | 45.2% |
| ROE | -572.3% | 36.3% | 71.4% | 119.5% | 150.5% |
| EPS(元) | (1.58) | 1.10 | 2.00 | 3.35 | 4.22 |

投资评级: 买入 (首次)

民营电视节目制作机构。公司成立于2002年,主要从事全媒体视频内容制作,及自主品牌产品的衍生经营的文化传媒公司。公司业务范围包括视频节目创意、制作,大型演出及公开活动的设计、制作等。公司视频节目主要为文化类节目,代表作品包括《中国汉字听写大会》、《中国成语大会》和《汉语桥-我与中国第一次亲密接触》等。

人才优势和品牌优势。公司正式员工中53%为30岁以下的青年力量,86%为本科以上学历。公司董事会、监事会、高级管理人员均具有多年从业经验,在中央电视台、旅游卫视、北京卫视等多家电视台担任导演、制作人等职位。

公司多年来一直与中央电视台保持紧密的合作关系。中央电视台是中华人民共和国国家电视台,收视市场占有率一直处于所有电视台首位。公司代表节目《中国汉字听写大会》、《中国成语大会》、《汉语桥-我与中国第一次亲密接触》均在中央电视台各频道播出,使得公司成为目前国内极少数凭借完全自主知识产权节目获得一流社会影响力的公司化团队。

新合作伙伴和衍生品增加。2016年公司与开心麻花签署了《联合制作合同》。公司通过授权各省举办《中国汉字听写大会》及《中国成语大会》推广活动获得品牌授权收益,同时与相关的出版公司合作,开发包括以图书、漫画、游戏、有声读物等作为载体的衍生产品,与相关产业合作开发衍生产品,包括办公用品、服装、文具和电子学习工具等。

盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析,对公司进行盈利预测,预测公司2016、2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别为6487万元、1.09亿元、1.37亿元,每股收益分别为2.00元、3.35元、4.22元。2016年8月17日收盘价对应于公司2016、2017、2018年动态市盈率分别为10.58倍、6.32倍、5.02倍。

风险提示

产业政策风险,节目播出和受关注度不确定性风险、业绩大幅波动风险。

研究员 史朋

shipeng@wtneeq.com

010-85715117



目 录

| | |
|-----------------------|---|
| 风险分析 | 1 |
| 与央视合作的民营影视制作公司 | 2 |
| 电视节目制作行业竞争激烈 | 2 |
| 公司产品待拓展 | 4 |
| 拓展合作伙伴，衍生品带来新增长 | 7 |
| 盈利预测 | 9 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 1 实力文化主要作品..... | 2 |
| 图表 2 前十大股东持股情况..... | 2 |
| 图表 3 获得《广播电视节目制作经营许可证》的合格机构数量..... | 2 |
| 图表 4 电视综艺节目制作和播出时间比..... | 3 |
| 图表 5 实力文化代表节目..... | 5 |
| 图表 6 2013-2015 年销售收入构成 | 7 |
| 图表 7 实力文化费用率和利润率指标..... | 8 |
| 图表 8 实力文化盈利预测..... | 9 |

■ 风险分析

● 控制人与管理层

公司上市后，控股股东、实际控制人、管理层均未发生变化。

● 行业与公司经营

国家新闻出版广电总局于2016年6月发出《关于大力推动广播电视节目自主创新工作的通知》，要求各电视上星综合频道对娱乐类节目不得过度安排重播，同一档真人秀节目原则上一年内只能播出一季等。广电总局近年来颁布多项禁令，调控电视节目播出，对整个行业来说都存在政策风险。

公司于2016年2月挂牌新三板，2016年8月4日发布《变更持续督导主办券商公告》。公告称由于战略发展需求，公司与申万宏源证券有限公司解除持续督导协议，与国金证券有限公司签署持续督导协议。

● 财务

公司于2016年5月3日发布《关于授权使用限制资金购买理财产品的公告》。公告称为了提高资金利用率，增加投资收益，在不影响公司主营业务的正常发展并确保公司经营需求的前提下，根据《公司章程》的规定，公司拟在股东大会授权的范围内，使用自有闲置资金购买安全性高、风险低的理财产品。拟投资额度累计最高不超过人民币5000万元，资金可以滚动投资，即是指在投资期限内任一时点持有未到期投资产品总额不超过人民币5000万元。投资品种包括银行理财产品、证券公司理财产品。公司选择的理财产品为安全性高、低风险的理财产品，但金融市场受宏观经济的影响较大，不排除该项投资受到市场波动的影响，短期投资的实际收益难以预期。

■ 与央视合作的民营影视制作公司

公司成立于2002年，主要从事全媒体视频内容制作，及自主品牌产品的衍生经营的文化传媒公司。公司业务范围包括视频节目创意、制作，大型演出及公开活动的设计、制作等。公司视频节目主要为文化类节目，代表作品包括《中国汉字听写大会》、《中国成语大会》和《汉语桥-我与中国第一次亲密接触》等。

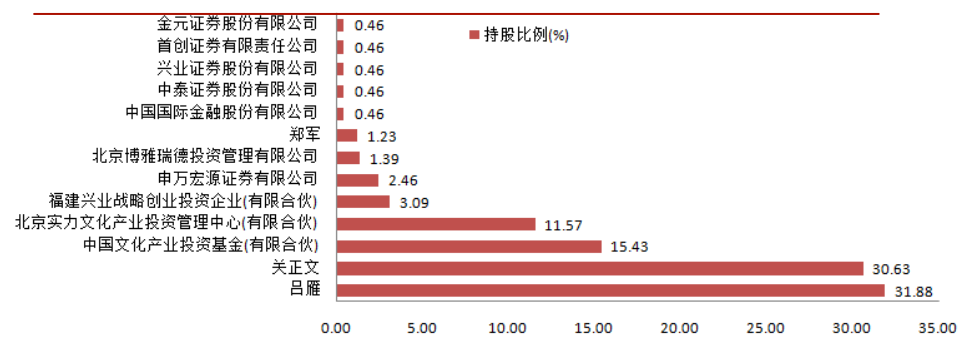
图表 1 实力文化主要作品

| 作品 | 作品简介 |
|-----------------|---|
| 中国汉字听写大会 | 是一项大型的推广中国汉字文化的电视节目，是国内最具影响力的大型原创文化传承类电视节目。大会邀请来自全国31个省、自治区、直辖市以及来自港澳台地区的学生组成代表队，以独特竞赛形式构成多场紧张精彩的晋级竞赛框架，制作成电视节目。该节目是在数字时代键盘书写日益普遍、手写汉字能力下降的今天，以强调“书写的文明传递，民族的未雨绸缪”为节目主旨，强化手写汉字能力及汉字文化传承的一档电视节目。 |
| 中国成语大会 | 公司于2014年隆重推出的年度大型成语推广活动，也是中国内地最具影响力的大型原创文化传播类电视节目，于2014年4月开始在中央电视台综合频道、中央电视台科教频道周末黄金档播出。 |
| 汉语桥-我与中国第一次亲密接触 | 通过学习汉语的外国人与现实中国进行的全方位接触，形成对中国认知的大型户外真人秀节目。来自全球15个国家的16位留学生深入中国12个地方，与不同职业、不同生活境况的普通中国人共同生活，接触、了解真实的中国，也向中国观众提供了换个角度看中国的认识价值。 |

资料来源：公开转让说明书

公司控股股东、实际控制人为吕雁和关正文夫妇。两人通过直接和间接合计持有公司74.07%的股权。关正文先生，1960年生，本科学历，历任出版社编辑，旅游卫视副总编辑，先后担任多部纪录片导演和制片人，导演、制作了多种电视栏目、大型电视文艺晚会和大型特别节目，现任公司董事长。吕雁女士，1979年生，本科学历，历任中央电视台国际频道编导，综艺频道导演，现任公司董事、董事会秘书、总经理。

图表 2 前十大股东持股情况

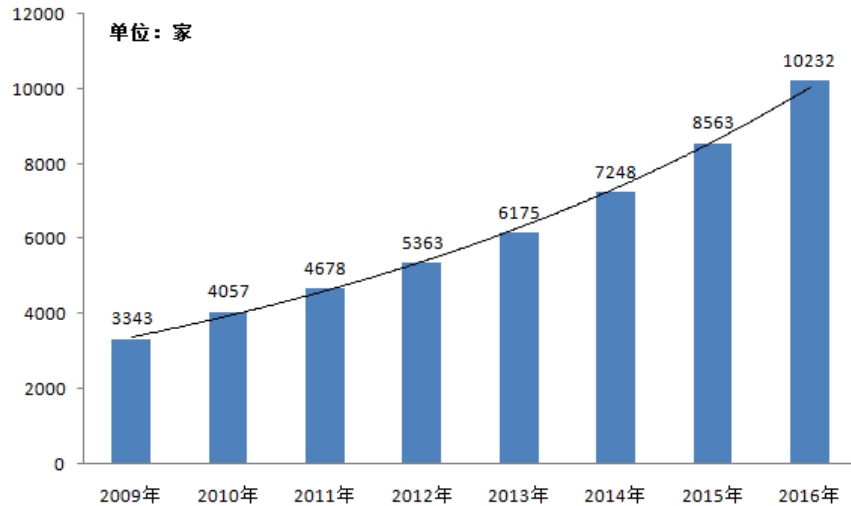


数据来源：choice

■ 电视节目制作行业竞争激烈

- 民间制作企业数量众多

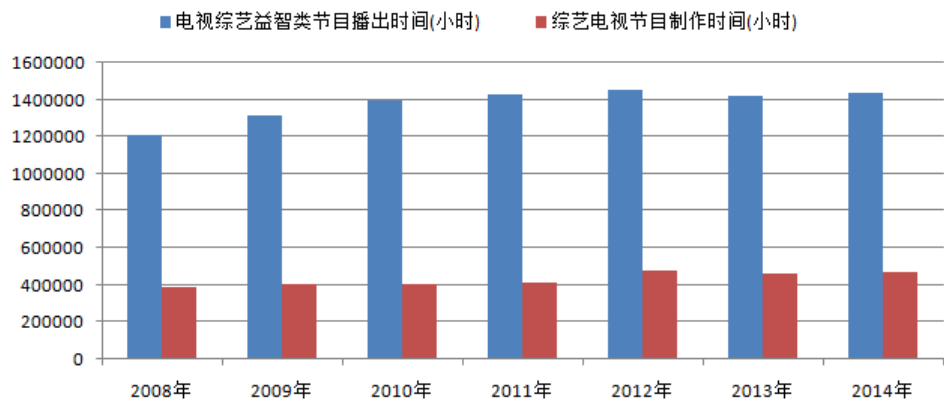
图表 3 获得《广播电视节目制作经营许可证》的合格机构数量



数据来源：国家新闻出版广电总局，公开转让说明书

根据国家新闻出版广电总局公布的数据，2016年度获得《广播电视节目制作经营许可证》的合格机构已经达到 10232 家，同比增长 19.5%。当前，民营节目制作机构的制作类型以娱乐类、生活时尚类等综艺节目为主，节目数量少、运营方式规范化程度较低、节目制作时长较短，很多民营企业靠一个或几个重点栏目支撑公司运作，缺乏整体策划的连续性，很少形成节目制作规模化和品牌效应。

图表 4 电视综艺节目制作和播出时间比



数据来源：国家统计局

近几年，电视综艺节目制作播出时间较为稳定，播出时间平均 138.03 万小时，制作时间平均 43.37 万小时，播出时间平均为制作时间的 3 倍。很多热门综艺，如《爸爸去哪儿》、《奔跑吧兄弟》等，重播次数较多，而更多的综艺在收视率不高的情况下，往往只播出几期。由此可见，我国观众对优质的综艺节目需求旺盛。

● “制播分离”促进民间制作企业快速发展

2004 年，国家广电总局明确提出广播电视节目制播分离改革。2009 年 7 月，国务院出台的《文化产业振兴规划》再一次提出深化文化体制改革，加快广播电视节目制播分离改革。2009 年 8 月，国家广电总局下发《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》的通知，进一步提出改变电台电视台单纯的自制自播模式，充分调动社会力量，发展壮大节目内容生产能力，提高规模化、

集约化生产水平。实施制播分离改革的重点是中央电视台、中央人民广播电台和省级、副省级电台电视台。目前主要在以上电台电视台的影视剧、影视动画、体育、科技、娱乐等节目领域进行。

“制播分离”正式实施以来，社会资本不断进入电视节目制作行业，竞争格局日益激烈。虽然我国民营电视节目制作机构起步较晚，但适应市场能力较强，很快形成了一些具有重要市场影响力的制作机构，例如光线传媒、中视文化、华策影视、世纪工场等。

● 广电总局多限令调控综艺节目

2016年上半年综艺节目收视率排行榜第一为《奔跑吧兄弟4》，由浙江卫视从韩国引进。收视率排行榜前十名只有四个为国内原创。2015年引进版权综艺更多达两百多档。随着引进综艺节目的增多，为推动广播电视节目自主创新工作，广电总局也颁布了多项限令，如“限娱令”“限真令”“限童令”“限韩令”等。明确规定了引进境外版权模式节目需提前两个月向省新闻出版广电局备案，审核同意后向国家新闻出版广电总局备案；各电视上星综合频道每年在19:30—22:30开播的引进境外版权模式节目不得超过两档，每年新播出的引进节目不得超过一档，第一年不得在19:30—22:30播出；同一档真人秀节目，原则上一年内只播出一季，不能过度安排重播。同时要求各电视上星综合频道要注意安排好“920”时段节目，加大节目自主创新力度，总体上应呈现公益特色鲜明、题材均衡分布、形态相互区别、风格各有千秋的播出效果。

各种限令的公布对有自主创新能力的民营制作机构是利好信息，有助于国内原创综艺节目的发展，促进民营机构与各电视频道的合作，提升民营机构议价能力，同时有助于形成一批专业人才，为民营制作机构提供更大的成长空间。

■ 公司产品待拓展

● 领先的合作机构及品牌优势

公司多年来一直与中央电视台保持紧密的合作关系。中央电视台是中华人民共和国国家电视台，收视市场占有率一直处于所有电视台首位。公司代表节目《中国汉字听写大会》、《中国成语大会》、《汉语桥-我与中国第一次亲密接触》均在中央电视台各频道播出，使得公司成为目前国内极少数凭借完全自主知识产权节目获得一流社会影响力的公司化团队。

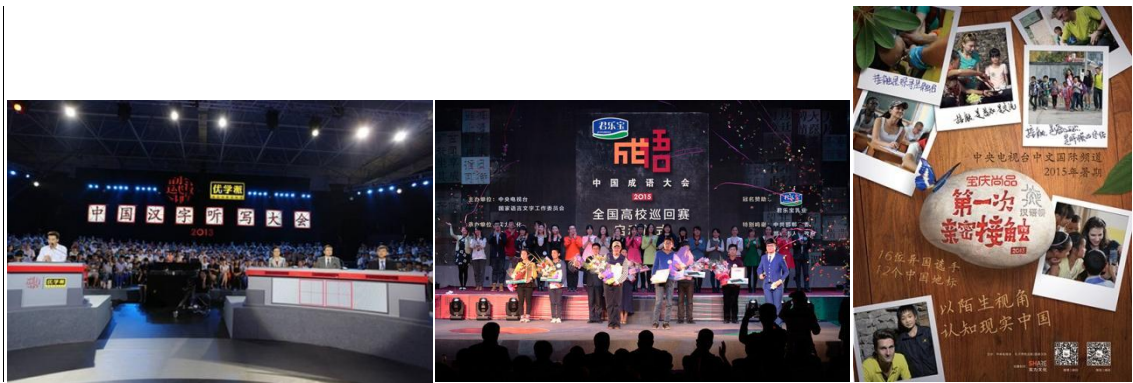
2013年第一届《中国汉字听写大会》在暑期季播节目中全国收视排名第二。2014年第二届《中国汉字听写大会》在暑期季播节目中全国收视排名第三，在所有文化类节目中全国收视排名第一。2014年《中国汉字听写大会》平面媒体聚焦报道量超过550篇，百度搜索相关结果4920万条，相关新闻79.4万条，微博话题阅读量达到了1320.5万。《中国汉字听写大会》共拥有6.7亿不重复计算的庞大观众群，与同时段全国市场相比，高学历人群、中青年人群和城市观众比例明显占优，城市观众的构成比例与其他同期在播节目相比高出24%，高中以上高出20%，大学以上高出101%。《中国汉字听写大会》获得诸多电视奖项。包括中国电视金鹰奖优秀电视文艺节目奖，《新周刊》中国电视榜年度最佳人文节目奖，国家新闻出版广电总局年度创新创优栏目，上海国际电影节最佳综艺节目白玉兰奖，全球华人国学大典国学传播奖，北京大学电视研究中心中国电视掌声嘘声年度中国电视掌声奖，中国高等院校影视学会中国影视学院奖年度电视栏目大奖，综艺年度节目评选年度节目奖，中国品牌年会品牌金博奖年度媒体贡献奖。

《中国成语大会》从2014年5月11日在中央一套周日黄金档播出，全国

平均收视率居同时段全国排名第二，单期最高收视同时段排名全国第一。收视率仅次于《中国汉字听写大会》位居全国全年文化类节目第二名。首届《中国成语大会》共拥有 5.59 亿不重复计算的观众总量，网络单期收看超过 6000 万人次，超过 3 亿人在社交平台上讨论该节目，形成了巨大的文化传播影响力。其中，城市观众比例与其他电视节目相比高出 32%，高中教育背景的观众与其他同期在播节目相比高出 25%，大学以上学历观众高出 152%。平面媒体聚焦报道量超过 200 篇，网络媒体跟踪报道、转载报道超过 40 万篇。节目获得综艺年度节目评选年度节目奖。

《汉语桥-我与中国第一次亲密接触》播出后，人民日报做出大篇幅报道并配发评论，肯定节目为国家外宣工作所作出的创新贡献。总局监听监看组通报表扬，称赞节目为素人真人秀做出表率，使汉语桥品牌重新焕发生机。

图表 5 实力文化代表节目



资料来源：互联网

● 人才队伍优势

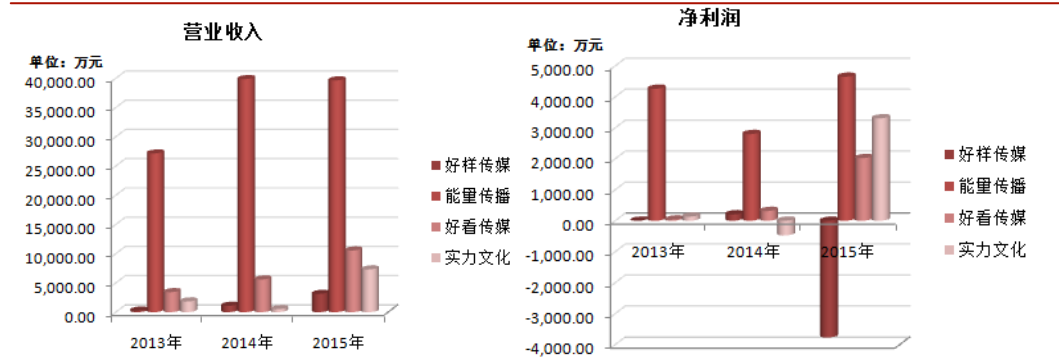
公司一直注重自身人才队伍的建设，在每个节目的研发制作过程中，努力让每一个人都能深度参与。具备丰富的多形态电视节目实践积累的老同事对一时缺乏实践经验的新人也是倾囊相授，共同形成囊括所有制作要点的节目执行手册，在加快经验积累的同时也营造了一个良好的内部工作氛围。随着公司业务的加速拓展，节目制作规模、数量的增加，公司的人才储备得到了极大的丰富，能够满足公司业务的正常开展。为了支持公司快速的业务拓展，公司还积极从外部引入适合公司业务发展的人才。公司正式员工中 53% 为 30 岁以下的青年力量，86% 为本科以上学历。公司董事会、监事会、高级管理人员均具有多年从业经验。完善的人才体系建设为公司带来了旺盛的生命力，是公司进一步发展壮大的坚定基石。

公司董事长关正文先生兼具作家，著名电视策划、导演，电视节目制作人等多重身份。1985 年进入中国作家协会。1995 年开始进入电视领域。先后担任多部纪录片导演、总导演和制作人，作为总体设计参与众多名牌栏目创办，导演、制作了多台大型电视文艺晚会和众多特别节目，是中国电视界活跃的策划人、导演和制作人之一。中央电视台《幸运 52》、《开心辞典》、《对话》、《挑战主持人》、《非常 6+1》、《我要上春晚》创始期策划及主创。2001 年、2002 年中国电影金鸡百花奖颁奖仪式总体设计。2003 年、2007 年中央电视台春节联欢晚会总体设计。2003 年中央电视台攀登珠峰大型直播节目总体设计。实力文化核心作品总导演。《中国汉字听写大会》、《中国成语大会》原创形态设计人及总导演。现有原创电视形态著作权版权登记作品五个。

公司总经理吕雁女士曾任中央电视台导演，副总经理刘宇先生历任旅游卫视资讯中心副主任、北京世纪文传影视文化发展有限公司策划总监、北京实力电传广告有限公司策划总监、北京四达时代集团传媒事业部副总经理。公司多名董事、监事、高级管理人员均有近十年的从业经验，在中央电视台、旅游卫视、北京卫视等多家电视台担任导演、制作人等职位。

● 公司产品待拓展

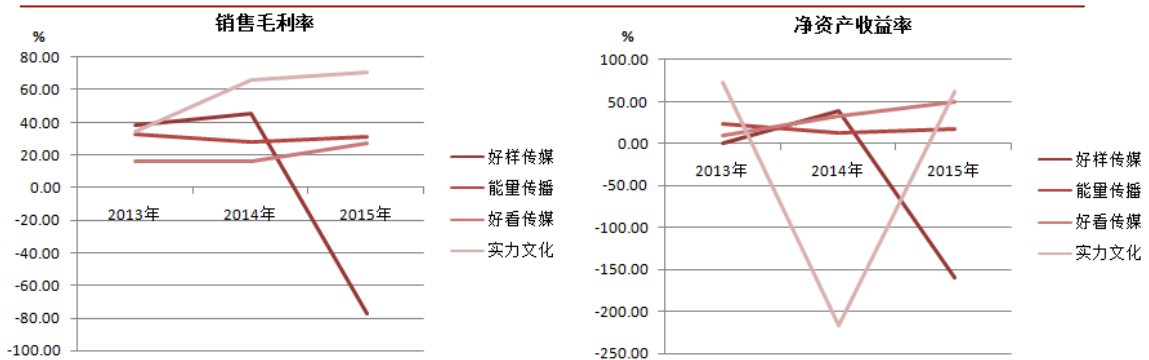
图表 6 收入、净利润与三板同类企业对比



数据来源: choice

好样传媒、能量传播、好看传媒均是以电视节目制作作为主营业务的公司。其中能量传播较其他三家公司拥有更多具有自主知识产权的节目,如《鲁豫有约》、《壹周立波秀》、《超级演说家》、《传承者》等,均具有较高知名度和品牌优势。而实力文化目前只有三款较出名的产品,在营业收入方面差距还较大。

图表 7 盈利能力与三板同类企业对比



数据来源: choice

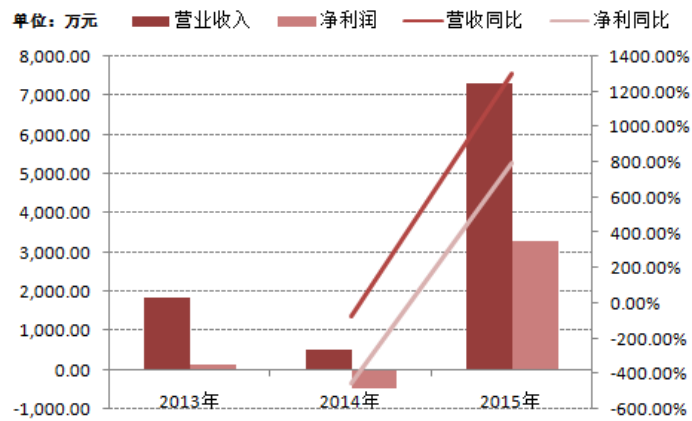
公司的销售毛利率较其他几家公司更高,除 2014 年外,净资产收益率也较高。主要原因为公司有一部分收入是衍生品收入,是公司基于《中国汉字听写大会》和《中国成语大会》等项目开发的衍生产品,包括来自图书的著作权收入、节目地面推广或品牌授权使用收入,这类收入没有成本结转,毛利率为 100%。同时 2014 年底,公司与中央电视台的结算模式转变为按节目获得的广告总收入的一定比例确定当期收入,相比于之前的委托制作合作模式,节目获得总的广告收入的波动对公司当期毛利水平产生了较大影响。

2014 年净资产收益率为负的主要原因是,公司为中央电视台提供的第二届《中国汉字听写大会》和第一届《中国成语大会》两项节目并未在当期确认收入,但相关制作业务已经在当期完成,导致 2014 年度公司大幅亏损。未来,随着公司节目数量的增多,单个节目对公司收入和毛利水平的影响会逐渐减少,不会再大幅波动。

■ 拓展合作伙伴，衍生品带来新增长

● 营业收入较快增长

图表 8 2013-2015 年实力文化收入、利润及增长情况

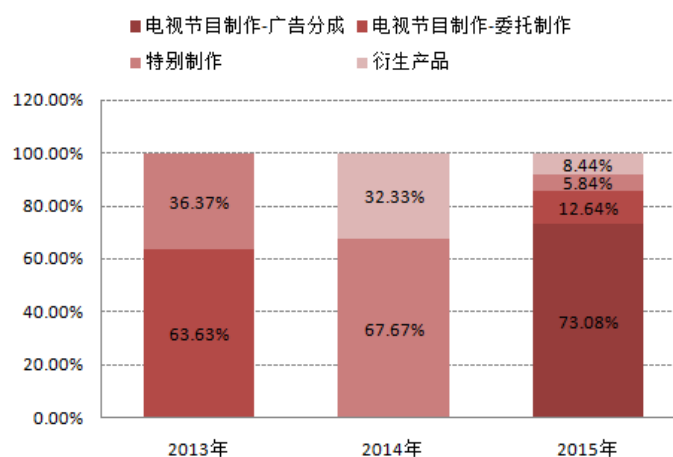


数据来源: choice

2015 年, 公司实现收入 7,312.86 万元, 同比增长 1306.40%, 净利润 3,306.16 万元, 同比增长 797.21%。

收入及利润实现较高增长, 主要是公司在 2015 年确认了 2014 年公司与中央电视台合作的第二届《中国汉字听写大会》的销售收入。同时公司与中央电视台的合作模式从原来的单纯的节目制作, 收取固定制作费模式变更为以整体项目获得广告分成收入的模式, 随着公司制作的节目知名度的提高, 广告分成收入也逐渐提高, 使得公司收入大幅增加。同时公司综合开发《中国汉字听写大会》和《中国成语大会》等节目获得的衍生品收入也有大幅增加。

图表 6 2013-2015 年销售收入构成

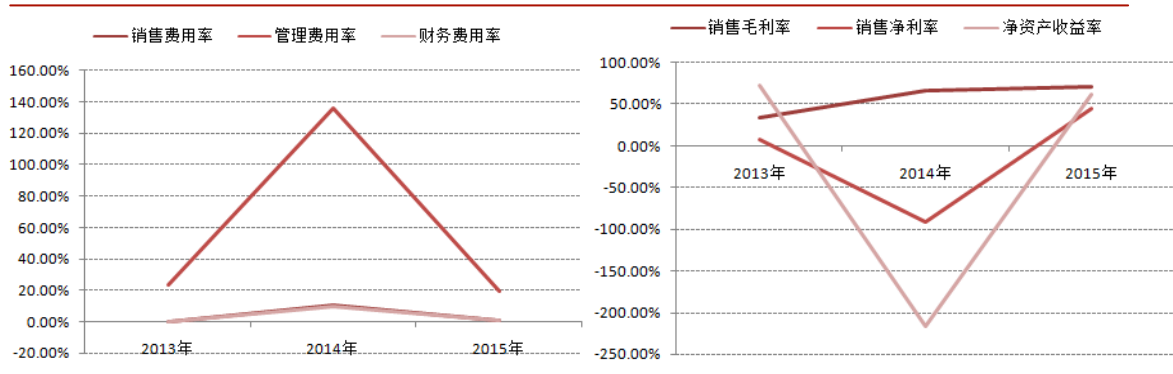


数据来源: choice

公司主要营业收入来源是电视节目制作, 主营业务突出且具有持续发展潜力。特别制作主要指公司为特定对象提供的大型演艺、晚会等节目香肠制作和录制的劳务收入, 有明确的合同金额, 在项目完成时一次性确认收入。在公司

营业收入中占比较少。衍生产品收入主要指公司基于现有的节目产品和公司享有的素材版权进行的衍生创收，包括来自图书的著作权收入、节目地面推广或品牌授权使用收入。这项收入随着公司产品知名度的提高具有较高的增长可能，也是公司未来的拓展方向。

图表 7 实力文化费用率和利润率指标



数据来源: choice

公司销售费用主要包括宣传费和广告费用，2014年销售费用的大幅增加主要是公司用于《中国汉字听写大会》和《中国成语大会》的宣传支出和广告费用大幅增加。管理费用增加主要是公司在2014年度新增了员工和办公费用。财务费用则是因为2014年度公司新增了两笔银行贷款，利息支出大幅增加。

由于2014年公司处于亏损状态，导致销售净利率和净资产收益率变化较大。因为公司收取制作费的模式变化，再加上衍生产品收入增多，公司的毛利率呈逐年上升形式。

● 拓宽合作伙伴，积极开发衍生产品

虽然目前公司制作的产品都取得了良好的业界口碑，收视率也节节攀升，但后期的衍生产品开发还不够成熟。如何借助节目知名度开发更多具有创意、满足消费者要求的衍生产品，进一步提升市场影响力是公司正面临并亟待解决的问题。而且公司目前代表产品较少，且均在中央电视台播出，对单一客户依赖较高。公司正积极拓延合作单位，增强节目的播出效果，拓展收拾群体，降低公司经营业务的依赖性。

公司积极制作全新的电视节目，拓宽合作伙伴。2016年4月取得了大型科普电视节目《火星海盗船》作品登记证书。2016年5月与北京开心麻花娱乐文化传媒股份有限公司就大型科普益智类真人秀《太空海盗船》签署了《联合投资制作合同》。

公司在2016年上半年通过授权各省举办《中国汉字听写大会》及《中国成语大会》推广活动获得品牌授权收益，同时与相关的出版公司合作，开发包括以图书、漫画、游戏、有声读物等作为载体的衍生产品，与相关产业合作开发衍生产品，包括办公用品、服装、文具和电子学习工具等，根据公司公布的2016年半年报显示，2016年上半年公司品牌授权及衍生产品收入已达到915.23万元。

■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 6487 万元、1.09 亿元、1.37 亿元, 每股收益分别为 2.00 元、3.35 元、4.22 元。2016 年 8 月 17 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 10.58 倍、6.32 倍、5.02 倍。

图表 8 实力文化盈利预测

| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5.20 | 73.13 | 142.58 | 238.99 | 302.79 |
| 净利润(百万元) | -4.75 | 33.02 | 64.87 | 108.63 | 136.79 |
| 毛利率 | 66.0% | 70.8% | 71.8% | 72.8% | 72.8% |
| 净利率 | -91.3% | 45.2% | 45.5% | 45.5% | 45.2% |
| ROE | -572.3% | 36.3% | 71.4% | 119.5% | 150.5% |
| EPS(元) | (1.58) | 1.10 | 2.00 | 3.35 | 4.22 |

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: wtlx@wtneeq.com

